

## Perché scegliere la gestione attiva nel 2025 e oltre

### Autore



Robert M. Almeida, Jr.  
Portfolio Manager e  
Global Investment Strategist

### In breve

- Gli investitori di ogni tipo ricercano un'elevata crescita degli utili, il che porta alla concentrazione degli indici.
- I grandi profitti favoriscono un aumento della concorrenza, che finisce per erodere i rendimenti.
- Per gli investitori attivi distinguere le fonti di profitto a rischio da quelle stabili è fondamentale.

### Confusione tra sintomi e cause

Nella vita di tutti i giorni, spesso confondiamo i sintomi con le cause sottostanti, il che può portarci a trattare gli effetti piuttosto che l'effettiva radice del problema. Ciò accade, per esempio, quando un medico prescrive un farmaco topico con effetti collaterali negativi per curare una malattia della pelle, anziché affrontare quello che potrebbe essere il problema di fondo: uno stile di vita malsano e un'alimentazione scorretta. L'impatto complessivo di pratiche come queste potrebbe essere il motivo per cui la durata dell'aspettativa di vita in buona salute (ossia gli anni di vita trascorsi in buona salute) non ha tenuto il passo con l'allungamento delle speranze di vita e sta addirittura diminuendo.

Nei mercati finanziari di oggi è possibile osservare una dinamica analoga. Con le concentrazioni degli indici ai massimi storici, mi capita spesso di leggere e sentir dire dagli investitori attivi che la colpa è della crescita degli investimenti passivi. Tuttavia, il fatto che sia la concentrazione degli indici che gli investimenti passivi abbiano raggiunto livelli record è il risultato della stessa causa di fondo: la domanda da parte degli investitori di titoli di società con una crescita massiccia degli utili.

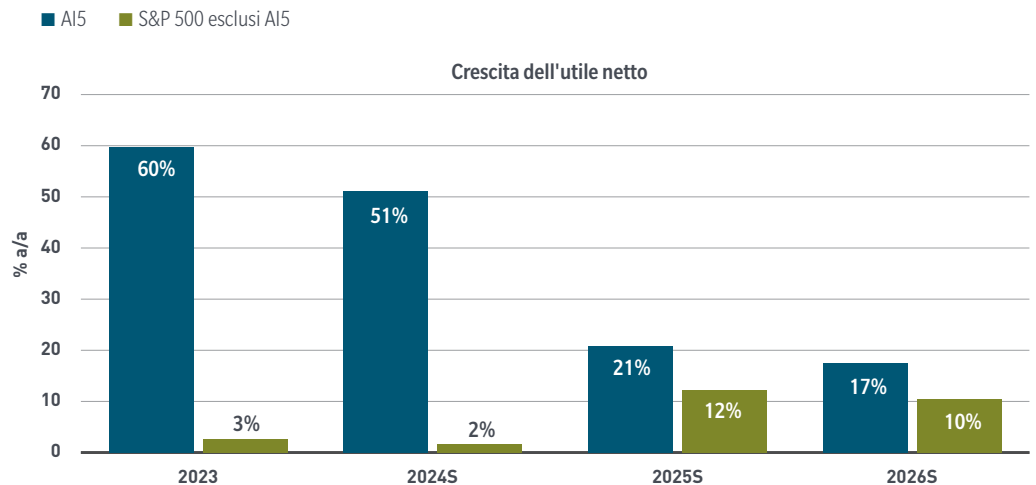
### La causa

I prezzi di tutti gli attivi finanziari riflettono le aspettative complessive degli investitori sui cash flow futuri. Prendiamo le azioni. Sebbene ogni settore sia diverso, tendono tutti a concentrarsi sui profitti, sugli utili per azione, sul reddito netto, sul free cash flow e così via. Pertanto, quando una società di un settore di grandi dimensioni riesce ad accaparrarsi una quota sproporzionatamente elevata delle fonti di profitto, le sue azioni finiscono per rappresentare una quota eccessiva di un indice azionario. Lo abbiamo visto con AT&T, General Motors, IBM e altre società negli anni '50 e '60.

Analogamente, oggi osserviamo questo fenomeno tra i titoli delle mega cap legate all'intelligenza artificiale (IA), le cui aspettative di crescita dell'utile netto superano di gran lunga quelle delle altre società dell'S&P 500 (Figura 1). Nel 2023, le aspettative di crescita dei titoli legati all'IA erano 20 volte superiori a quelle del resto dell'S&P. Sono proprio questi differenziali e aspettative di utile a determinare le ponderazioni degli indici.



**Figura 1: la differenza di profitto degli AI5 si sta assottigliando**



Fonti: FactSet, analisi di portafoglio FactSet. Stime sugli utili al 29 novembre 2024. I dati sugli utili annuali (reddito netto) utilizzano la variazione annuale dei risultati degli utili annuali effettivi e stimati. Le aziende AI5 ("Artificial Intelligence 5") sono Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft e NVIDIA.

Le informazioni di cui sopra nonché le singole società e/o i singoli titoli menzionati non devono essere interpretati come una consulenza d'investimento, una raccomandazione di acquisto o di vendita o un'indicazione delle intenzioni di trading in relazione ad alcun prodotto MFS®.

Tuttavia, la concentrazione degli indici e la conseguente acquisizione di partecipazioni da parte di investitori passivi incide sui 495 titoli diversi dagli "AI5" (i 5 principali titoli legati all'IA). La liquidità non tiene il passo e ogni dollaro sottratto dai portafogli discrezionali e allocato in portafogli non discrezionali esercita una pressione al ribasso sul costo del capitale proprio di queste società.

Dov'è il rischio quindi?

### Calo delle aspettative di utile netto degli AI5

La concentrazione degli indici non si esaurirà con l'inversione dei flussi degli investitori passivi. Qualsiasi modifica nella concentrazione del mercato azionario è infatti un sintomo. La causa è un cambiamento delle previsioni di utile.

Come si evince dalla Figura 1, gli analisti di Wall Street hanno ridotto considerevolmente le aspettative di utile netto degli IA5 per il 2025 e il 2026. Il delta tra le due coorti è passato da 20x nel 2023 a 6x nel 2026. Sebbene la differenza resti notevole (e i profitti nominali per gli AI5 sono enormi), ciò che conta per i prezzi delle azioni sarà il ritmo di qualsiasi cambiamento rispetto a quanto scontato nelle quotazioni.

La volatilità è un adeguamento del mercato a nuove informazioni che correggono ipotesi errate relative ai profitti. Uno dei rischi per gli investitori passivi, o per qualsiasi investitore sovraindicizzato agli AI5, è che i prezzi si adeguino alle stime al ribasso degli analisti sulle aspettative di utile.



## Perché gli analisti potrebbero avere ragione

Quando emerge una tecnologia nuova e ampiamente applicabile, l'offerta è bassa a fronte di una domanda dei clienti elevata. Lo squilibrio si traduce in una redditività del capitale estremamente alta per i primi arrivati. Tali rendimenti elevati attraggono naturalmente capitali, in quanto altri imprenditori vogliono accaparrarsi una parte del bottino. Anche i prezzi delle azioni di queste aziende aumentano, creando un feedback loop e invitando di fatto altri operatori ad entrare nel settore.

La concorrenza aumenta, portando offerta sul mercato. Tuttavia, questa offerta tende quasi sempre a superare la domanda dei clienti. Il ciclo inizia quindi a invertirsi: i prezzi e i rendimenti diminuiscono, facendo scendere i prezzi delle azioni. La sovrapproduzione e la deflazione dei rendimenti portano al consolidamento del settore fino a quando la domanda e l'offerta non raggiungono l'equilibrio.

Sebbene l'economia non abbia leggi immutabili e ogni ciclo sia diverso, il ciclo del capitale si è ripetuto nel corso della storia. Quindi, pur non sapendo quando, siamo convinti che il ciclo del capitale dell'IA passerà dalla crescita al consolidamento, come è accaduto in passato. Un esempio recente è rappresentato dalla bolla di Internet degli anni '90. Un altro esempio più lontano nel tempo riguarda le ferrovie nell'Inghilterra e negli Stati Uniti di metà e fine Ottocento. E lo stesso è accaduto con ogni altro progresso tecnologico degli ultimi 100 anni, dall'automobile alla radio, dal telefono al computer.

## L'evoluzione dei software

Negli ultimi 30 anni, abbiamo acquistato software che ci aiutassero a svolgere le nostre mansioni. Oggi l'IA sta trasformando il software da strumento a qualcosa in grado di svolgere mansioni in completa autonomia. Gli agenti di IA combineranno il reperimento di informazioni, le capacità di ragionamento e l'autocodifica per far evolvere ogni software e processo aziendale.

L'IA sta ridefinendo il SaaS da *software as a service* a *services as a software*. Man mano che i modelli linguistici di grandi dimensioni diventeranno materie prime di base nella catena di fornitura dei software, saranno i prodotti software basati sull'IA a migliorare le funzionalità dei software esistenti. La capacità delle aziende di fissare i prezzi dipenderà dal rendimento dell'investimento per il cliente.

I vettori della concorrenza nei settori dei software, dell'IA e del più ampio panorama tecnologico sono a dir poco incredibili. Tuttavia, i produttori di molte applicazioni software esistenti potrebbero subire una massiccia erosione del potere di determinazione dei prezzi. A mio avviso, dato che i benchmark sono sovraindicizzati rispetto agli asset con una crescente concorrenza dovuta al ciclo del capitale, in futuro dovrebbe esserci molta più dispersione, portando i mercati finanziari a riscoprire i vantaggi dell'investimento attivo.

## Conclusioni

I veicoli d'investimento, sia attivi che passivi, non sono altro che aggregati collettivi di capitale. Sebbene nell'immediato possano influenzare i prezzi degli asset, nel lungo periodo è la *redditività del capitale* a determinare il valore terminale delle imprese, non il *flusso di capitale*. In qualità di investitori fondamentali di stampo bottom-up, valutiamo dove la redditività del capitale è a rischio a causa dell'aumento della concorrenza e dove invece è stabile in ragione della sua mancanza.

In questo contesto, i titoli azionari, pubblici o privati, che si trovano ad affrontare una concorrenza crescente, potrebbero avere molte più difficoltà a soddisfare le aspettative di utile, promuovendo un nuovo paradigma in cui la costruzione del portafoglio assume un ruolo centrale. ▲

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

#### INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** - MFS Investment Management; **America latina** - MFS International Ltd.

**Si noti che in Europa e nella regione Asia-Pacifico, il presente documento può essere distribuito solo a professionisti dell'investimento e clienti istituzionali. In Canada il presente documento può essere distribuito solo a clienti istituzionali.**

**Nota per i lettori del Canada:** pubblicato in Canada da MFS Investment Management Canada Limited. **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER.

**Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** - MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento; **Bahrein** - Il presente documento non è stato approvato dalla Banca centrale del Bahrein, che non si assume alcuna responsabilità per i relativi contenuti. Non verrà effettuata alcuna offerta al pubblico nel Regno del Bahrein e il presente documento deve essere letto esclusivamente dal relativo destinatario e non deve essere trasmesso, rilasciato o mostrato al pubblico in generale. La Banca centrale del Bahrein non si assume alcuna responsabilità in merito all'accuratezza e alla completezza delle dichiarazioni e delle informazioni contenute nel presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante dall'affidamento sulla totalità o su una parte del contenuto del presente documento. Il Consiglio di amministrazione e la direzione dell'emittente si assumono la responsabilità delle informazioni contenute nel presente documento. Per quanto a conoscenza del consiglio di amministrazione e della direzione, che hanno esercitato ogni ragionevole precauzione necessaria, le informazioni contenute nel presente documento sono corrispondenti ai fatti e non omettono alcun elemento suscettibile di influire sull'affidabilità di tali informazioni; **Kuwait** - Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Kuwait. Le informazioni non sono state autorizzate per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da altre agenzie governative kuwaitiane competenti. Nessuna offerta privata o pubblica delle informazioni viene fatta in Kuwait e nessun accordo relativo alle informazioni verrà concluso in Kuwait. Per offrire o commercializzare le informazioni in Kuwait non viene fatto ricorso ad attività di marketing, sollecitazione o incitamento.; **Oman** - Per i residenti del Sultanato dell'Oman: le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono un'offerta pubblica di titoli nel Sultanato dell'Oman, come previsto dalla Legge sulle società commerciali dell'Oman (Decreto reale 4/74) o dalla Legge sul mercato dei capitali dell'Oman (Decreto reale 80/98). La diffusione di queste informazioni è limitata alle persone giuridiche che rientrano nella categoria degli investitori sofisticati (articolo 139 del Regolamento esecutivo della Legge sul mercato dei capitali). Il destinatario riconosce di essere un investitore sofisticato con esperienza in materia commerciale e finanziaria e di essere in grado di valutare i meriti e i rischi di un investimento; **Sudafrica** - Il presente documento non è stato approvato dal Financial Services Board e né MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica; **Emirati arabi uniti** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non costituiscono né intendono costituire un'offerta pubblica di titoli negli Emirati arabi uniti e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Le informazioni vengono offerte solo a un numero limitato di investitori esenti negli Emirati arabi uniti che rientrano in una delle seguenti categorie di investitori qualificati non naturali: (1) un investitore in grado di gestire autonomamente i propri investimenti, vale a dire: (a) il governo federale, i governi locali, le autorità e gli enti governativi o le società interamente controllate da tali organismi; (b) gli enti e le organizzazioni internazionali; o (c) un soggetto autorizzato a svolgere un'attività commerciale negli Emirati arabi uniti, a condizione che l'investimento sia uno degli obiettivi di tale soggetto; o (2) un investitore rappresentato da un gestore di investimenti autorizzato dalla Securities and Commodities Authority (SCA), (ciascuno un "Investitore qualificato non naturale"). Le informazioni e i dati non sono stati approvati dalla Banca centrale degli Emirati arabi uniti, dalla Securities and Commodities Authority, dalla Dubai Financial Services Authority, dalla Financial Services Regulatory Authority o da altre autorità di autorizzazione o agenzie governative competenti degli Emirati arabi uniti (le "Autorità"). Le Autorità non si assumono alcuna responsabilità per eventuali investimenti che il destinatario specificato effettua in qualità di Investitore qualificato non naturale sulla base dell'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.; **Arabia Saudita** - Il presente documento non può essere distribuito nel Regno dell'Arabia Saudita ad eccezione dei soggetti autorizzati ai sensi dei Regolamenti sui fondi d'investimento emanati dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'accuratezza o alla completezza del presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante da o sostenuta facendo affidamento su qualsiasi parte del presente documento. I potenziali acquirenti dei titoli offerti con il presente documento sono tenuti a effettuare le dovute verifiche in relazione all'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.; **Qatar** - Questo materiale/fondo viene offerto solo a un numero limitato di investitori che sono disposti e in grado di svolgere un'indagine indipendente sui rischi connessi a un investimento in tale materiale/fondo. Il materiale non costituisce un'offerta al pubblico ed è destinato all'uso esclusivo del destinatario specificato e non deve essere consegnato o mostrato ad altri soggetti (ad eccezione di dipendenti, agenti o consulenti autorizzati dal destinatario). Il fondo non è stato e non sarà registrato presso la Banca centrale del Qatar o ai sensi del diritto dello Stato del Qatar. Nessuna operazione sarà conclusa nella vostra giurisdizione e qualsiasi richiesta relativa al materiale/fondo dovrà essere effettuata al vostro contatto al di fuori del Qatar.